

❖ Synthèse

- Une banque à l'avant-garde de la restructuration des banques publiques.
- Des avancées notables dans le programme de transformation: redressement des fondamentaux et consolidation du positionnement concurrentiel.
- Une courbe ascendante des résultats et un rapprochement des standards privés du secteur: la BH est la candidate la plus prédisposée à une privatisation.
- Des leviers de rentabilité partiellement exploités: relance commerciale, assainissement de portefeuille et amélioration de l'efficacité opérationnelle.
- Une marge d'amélioration au niveau de la qualité de portefeuille et de la structure des ressources.
- Une valorisation encore attrayante.

❖ Présentation de la banque

- Benjamine du secteur public, la BH s'est imposée comme la banque pionnière dans le crédit logement en Tunisie.
- Connue historiquement pour son rôle dans le financement de l'immobilier, la BH s'est orientée, au fil des années, vers une plus grande diversification sectorielle. Une stratégie appuyée par les managements successifs, soucieux de diversifier le risque et de trouver de nouveaux relais de croissance.
- Les conséquences économiques qui ont suivi la Révolution ont mis en avant de nombreuses faiblesses capitalistiques et prudentielles pour la banque publique. Des carences qui ont été confirmées par la circulaire BCT de 2013 relative aux provisions collectives. Cette dernière a contraint la banque à constater une enveloppe de provisions sur les créances de 250MDt, plombant ses résultats: un déficit record de 220MDt et des fonds propres réduits à 227MDt.
- Sous les directives des institutions financières internationales, la BH - l'instar des deux autres banques publiques- a été soumise à une mission d'audit, aboutissant à la mise en place d'un plan de recapitalisation pour un montant global de 260MDt (une augmentation de capital de 110MDt et deux emprunts obligataires subordonnés portant sur 150MDt). L'opération s'est faite avec l'appui de la sphère financière privée qui concentre, aujourd'hui, près de la moitié du capital.

Recommandation

Acheter (+)

Prix : 28,000Dt

Actionnariat

Etat tunisien:	33%
ETAP:	17%
Groupe HORCHANI:	19%
Autres actionnaires:	31%

Positionnement de la BH comparativement au secteur bancaire coté

Dépôts:	5 ^{ème} avec une part de marché de 10,2%
Crédits:	3 ^{ème} avec une part de marché de 12%
PNB:	5 ^{ème} avec une part de marché de 9,8%

Des leviers de croissance en vue

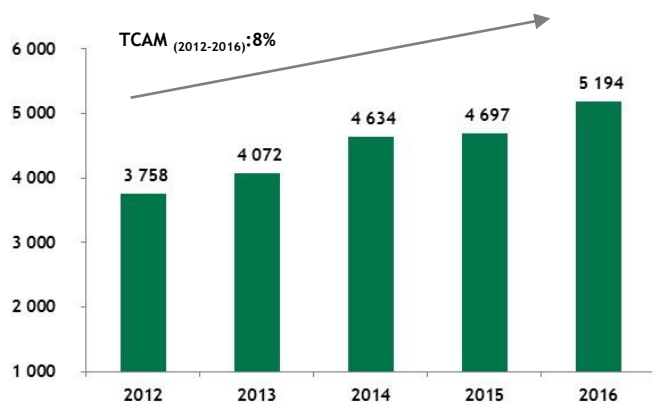
- Parallèlement à la recapitalisation, la BH a engagé un vaste programme de restructuration couvrant plusieurs aspects: (1) relance commerciale, (2) assainissement du bilan, (3) amélioration du système de gouvernance (4) refonte du système d'information, et (5) mise en place d'un plan de développement des ressources humaines. Les retombées de ce programme se sont rapidement ressenties sur les fondamentaux de la banque: une croissance plus saine et un retour aux dividendes depuis 2016.
- Très avancée dans son processus de transformation, la banque se démarque nettement de ses consœurs publiques. La BH devrait mériter une attention à part à l'annonce du programme de privatisation des banques publiques. Les récentes déclarations du gouvernement convergent vers un seul scénario: la BNA et la STB resteraient dans le giron de l'État. Quant à la BH, elle serait complètement privatisée.
- Face à l'étroitesse du marché tunisien, la BH a été parmi les premières banques à exprimer un intérêt pour l'Afrique. Après la prise de participations minoritaires au Congo (12% dans la Banque Congolaise de l'Habitat) et au Burkina Faso (une participation de 8% dans la Banque de l'Habitat du Burkina Faso), la BH met le cap sur la Côte d'Ivoire. En 2016, la banque a soumissionné pour l'acquisition d'une participation majoritaire dans la Banque de l'Habitat de la Côte d'Ivoire, BHCI (52% du capital). La réussite de cette opération marquerait un tournant majeur vers l'internationalisation de la BH. Elle lui permettrait d'avoir un droit d'accès à tous les pays de l'Afrique de l'Ouest (l'espace de l'Union Monétaire Ouest Africaine).

❖ Analyse financière historique

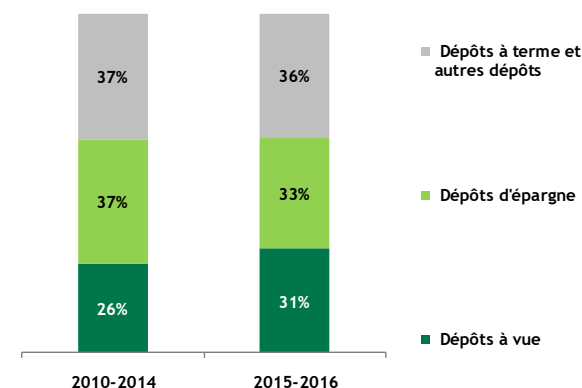
1) Les dépôts

- Sur les cinq dernières années et malgré un contexte d'assèchement de liquidité, la Banque de l'Habitat a continué ses efforts de collecte enregistrant une croissance supérieure à la concurrence (+8% pour la BH contre une progression moyenne de 6% pour le reste du secteur). Cette performance a été soutenue par l'extension du réseau d'agences (7 ouvertures moyennes par an). Avec une part de marché de 10%, à fin 2016, la banque étatique se classe en 5^{ème} position dans le palmarès de la collecte.

Evolution de l'encours des dépôts (en MDt)



Evolution de la structure des dépôts



Des leviers de croissance en vue

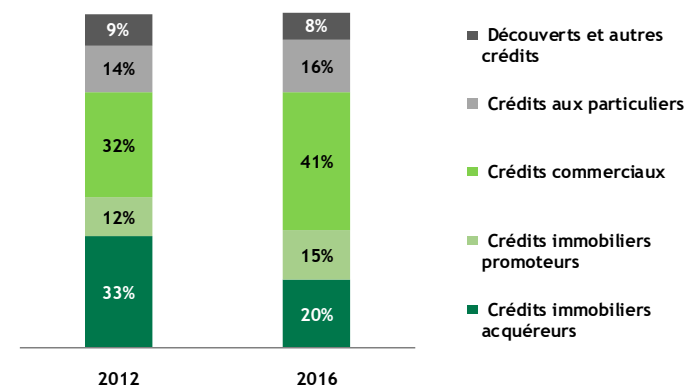
- Compte tenu de sa vocation historique de « banque immobilière », la BH affichait, par le passé, une structure des ressources dominée par les dépôts d'épargne (une proportion moyenne de 37% sur la période 2010-2014). Il convient de rappeler, à ce titre, que le « PEL » était pendant longtemps le produit phare de la banque.
- Outre l'importance des dépôts d'épargne, les ressources de la BH affichaient une autre spécificité historique: une forte proportion des dépôts à terme (une contribution moyenne de 37% sur l'intervalle 2010-2014) émanant, principalement, des entreprises publiques. Le positionnement sur l'habitat et le ciblage des entreprises publiques ont longtemps pénalisé le coût des ressources de la banque.
- La donne a quelque peu changé depuis 2015. La BH a déployé des efforts notables pour diversifier sa collecte, privilégiant davantage les ressources les plus liquides, faiblement rémunérées. La part des dépôts à vue a dépassé le cap de 30% sur les deux dernières années. Cette orientation s'est accompagnée d'un ralentissement de la collecte au niveau des dépôts d'épargne et des dépôts à terme dont le poids respectif s'est établi à 33% et 36% sur les deux derniers exercices.
- Malgré les efforts consentis, la BH continue à afficher un coût des ressources parmi les plus élevés du secteur (un coût apparent de 3,6%). Soulignons, par ailleurs, qu'avec une faible proportion des dépôts à vue (30% des ressources en 2016, contre une proportion moyenne de 40% pour la concurrence privée), la BH nous paraît moins bien positionnée pour profiter de la récente hausse des taux.

2) Les crédits

- En dépit de la morosité ambiante, la BH a maintenu le cap en matière de crédits. Les engagements de la banque ont cru de 10% en moyenne, sur les cinq dernières années. Un rythme de croissance plus rapide que la concurrence (+6% sur la période), qui s'est davantage accéléré après la recapitalisation (+15% en moyenne sur les deux dernières années).
- La banque affiche une exposition historiquement importante au secteur immobilier. Une carence que la banque tente de réduire depuis quelques années. Avec une offre de crédits plus diversifiée, la BH est parvenue à ramener la part des financements immobiliers de 45% en 2012 à 35% en 2016.
- Malgré le ralentissement immobilier, la BH a continué son soutien au secteur (progression des crédits immobiliers de 5% sur les cinq dernières années). Dans l'avenir, la BH compte conserver son leadership dans le financement de l'immobilier pour en faire un produit d'appel pour les particuliers.

Banque	Coût des ressources	Taux de sortie	Spread d'intérêt
BIAT	2,3%	6,4%	4,1%
BT	3,5%	7,1%	3,5%
UBCI	3,1%	6,5%	3,5%
UIB	3,1%	6,6%	3,4%
Attijari Bank	3,0%	6,3%	3,4%
BNA	3,7%	7,1%	3,4%
BH	3,6%	6,6%	3,0%
ATB	3,4%	6,4%	3,0%
STB	3,6%	6,5%	3,0%
Amen Bank	4,4%	7,1%	2,6%
BTE	3,8%	6,4%	2,6%
WIB	6,0%	8,2%	2,1%
Secteur	3,6%	6,7%	3,1%

Evolution de la structure des engagements



Des leviers de croissance en vue

3) Le Produit Net Bancaire

- Sur le dernier quinquennat, la BH a réalisé une croissance annuelle moyenne de 11% de son PNB à 308MDt. Au vu du contexte sectoriel difficile, la marge d'intérêt a quasiment stagné (+2% à 149MDt) et la hausse du PNB a principalement émané des activités de portefeuille (+40% à 91MDt). A noter que le poids des revenus de placement a plus que doublé à 30% en l'espace de cinq ans (voir graphique ci-contre).
- Avec une contribution encore faible dans le PNB (22% contre une moyenne de 26% pour la concurrence privée), les commissions représentent un relais de croissance potentiel pour la BH. La banque gagnerait à accroître son PNB, en se focalisant davantage sur cette source de revenus.

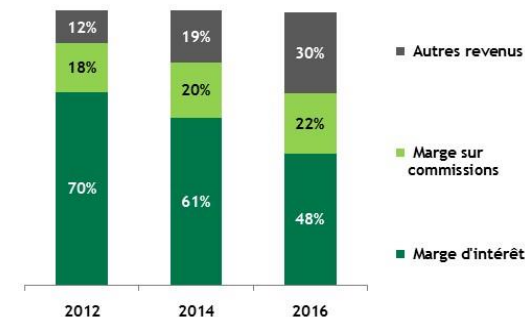
4) La productivité

- La productivité de la banque s'est nettement améliorée et ce, en dépit de l'élargissement du réseau d'agences (34 ouvertures sur la période 2012 - 2016). La maîtrise des charges de personnel (une hausse de 6% sur le même intervalle) et la progression du PNB ont entraîné une amélioration de la productivité. Avec un coefficient d'exploitation de 46%, la BH demeure une véritable référence tant pour le secteur public que privé.
- L'amélioration de la productivité devrait se poursuivre dans les années à venir. Le programme de restructuration des ressources humaines initié en 2016, générerait une économie de charges de 75MDt sur les deux prochains exercices. Ce faisant, la BH entend atteindre un coefficient d'exploitation cible de 41% d'ici 2018.

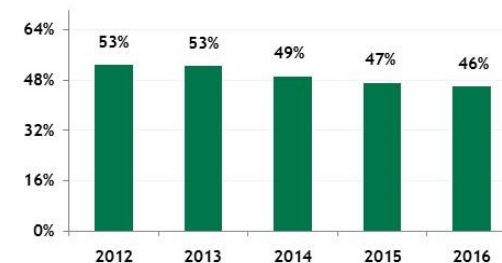
5) La qualité de portefeuille

- À partir de 2013, la BH a enregistré un redressement remarquable de sa qualité de portefeuille. La politique de risque plus prudente et la progression des engagements ont valu à la banque une baisse graduelle de son taux des créances classées. Ce dernier s'est établi à 15% en 2016, surperformant, ainsi, la concurrence publique (une moyenne de 25% pour la STB et la BNA).
- Parallèlement, la banque a accentué ses efforts de couverture. Avec une enveloppe annuelle moyenne de provisions sur les créances de 100MDt, sur les cinq dernières années, la BH a hissé son taux de couverture à 76%; un niveau qui la place dans les standards hauts du secteur.

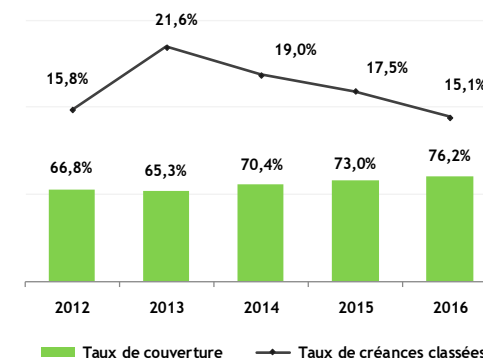
Evolution de la structure du PNB



Evolution du coefficient d'exploitation



Evolution de la qualité de portefeuille



Des leviers de croissance en vue

6) La rentabilité

- L'assainissement majeur du portefeuille opéré en 2013 a permis à la banque de renouer avec les bénéfices depuis 2014 et de retrouver de nouveaux paliers de rentabilité. La BH a bouclé l'année 2016 sur un résultat record de 98,6MDt (hors contribution conjoncturelle), soit un dépassement de 26% par rapport aux projections.
- Au niveau consolidé, la société mère demeure le principal contributeur dans les bénéfices du groupe. Si quelques participations (principalement la Tunisian Foreign Bank) ont beau pénaliser la rentabilité consolidée, la contribution des filiales reste globalement positive (de l'ordre de 11MDt). Avec un résultat net part du groupe de 109,7MDt, la BH affiche un niveau de rentabilité qui se compare favorablement tant à ses paires publiques que privées (ROE de 21% contre une moyenne de 3% pour la concurrence publique et 18% pour le secteur privé).
- Si la banque a franchi un nouveau cap en matière de rentabilité, ses ratios de solvabilité se sont dégradés (voir graphique ci-après). Atteignant aujourd'hui des seuils limites, les ratios Tier 1 (7,05%) et Tier 2 (10,03%), laissent envisager une recapitalisation possible si la banque souhaite poursuivre le même rythme de croissance.

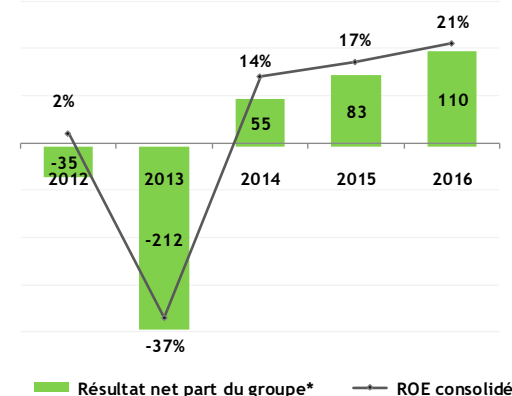
❖ Prévisions et perspectives d'avenir

- Deux ans après le lancement de la restructuration, la situation de la BH rompt avec le passé. La banque a pu se refaire une place dans le secteur et atteindre un nouveau cap de rentabilité. Si la banque est à moitié « étatique », sa gestion s'apparente de plus en plus à une banque privée.
- Les deux prochaines années s'annoncent, encore une fois, porteuses de changements pour la banque: poursuite de développement commercial, rationalisation de la collecte, implémentation d'un « Global Banking », poursuite du plan social...sont autant de chantiers auxquels la banque devrait s'attaquer pour intégrer le top 3 du secteur.
- Côté chiffres, nous pensons que 2017 devrait s'inscrire sous le signe de la consolidation. Certes, la banque profiterait d'une amélioration de la productivité et de la hausse des taux, mais sa rentabilité serait grevée par la dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires. Tenant compte d'une charge additionnelle de 12,7MDt, nous tablons sur une quasi-stagnation du résultat net à 98MDt pour la société mère et à 110MDt au niveau consolidé.

❖ Comportement boursier et opinion de Tunisie Valeurs

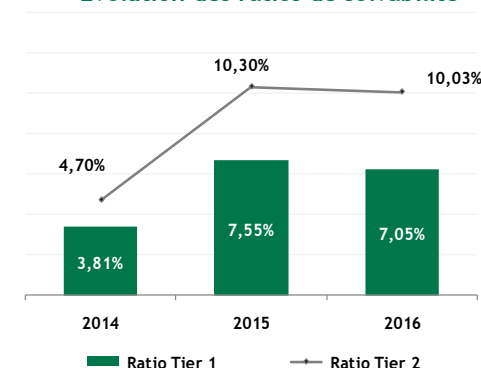
- Après l'annonce du projet de recapitalisation, le titre BH a connu un véritable rallye boursier, doublant quasiment de capitalisation, depuis 2015. Aux côtés des publications rassurantes, le parcours boursier du titre a été favorisé par un niveau de liquidité élevé. Depuis son transfert du fixing au continu (en 2016), la valeur a franchi un nouveau cap de liquidité. Avec un volume moyen quotidien de 0,3MDt sur les deux dernières années, la BH est la deuxième action la plus sollicitée de son secteur (après la BIAT).

Résultat net part du groupe (en MDt) et ROE



* Après modifications comptables et retraité des éléments exceptionnels.

Evolution des ratios de solvabilité



Des leviers de croissance en vue

- Aujourd'hui et en dépit de l'importante progression du cours, la BH affiche des niveaux de valorisation encore attractifs, un P/E 2017e de 8,7x et un P/B 2016 de 1,6x, la plaçant aux côtés des banques « privées » les moins chères du secteur.
- En plus du retour aux dividendes, le titre devrait profiter d'un flux d'annonces positives: 1) un aboutissement- probable- du rachat de la BHCI et 2) l'enclenchement du processus de privatisation. **Nous recommandons le titre à l'achat.**

Business Plan

En MDt	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018p
Créances sur la clientèle	4 292	4 179	4 766	5 342	6 273	6 900	8 035
<i>Progression</i>	-	-3%	14%	12%	17%	10%	16%
Dépôts clientèle	3 758	4 072	4 634	4 697	5 194	5 756	6 398
<i>Progression</i>	-	8%	14%	1%	11%	11%	11%
PNB	200	207	246	266	308	344	396
<i>Progression</i>	-	4%	19%	8%	15%	12%	15%
Dotations aux provisions	86	270	90	73	61	62	78
Frais généraux	105	109	121	125	141	159	180
<i>Coefficient d'exploitation</i>	53%	53%	49%	47%	46%	46%	45%
Résultat net*	- 30,3	- 220,1	50,3	70,6	98,6	98,2	118,3
<i>Progression</i>	-	-	-	40%	40%	0%	21%
Résultat net part du groupe*	- 35,2	- 211,7	55,3	82,5	109,7	109,8	130,5
<i>Progression</i>	-	-	-	49%	33%	0%	19%

* Après modifications comptables et retraité des éléments exceptionnels.

Source: États financiers et estimations de Tunisie Valeurs.

Ratios boursiers au 19/06/2017	BH	Secteur bancaire privé
Capitalisation boursière (MDt)	952	-
ROE 2016	21%	18%
P/B 2016	1,6x	1,7x
PER 2016	8,7x	9,7x
PER 2017e	8,7x	9,6x
Yield 2017e	2,1%	4,5%
Performance 2017	+53%	+12%